

# 董事會結構與家族企業對股東價值之影響

## The Impact of the Board Structure and Family Businesses on the Shareholders' value

鄭儒鈺<sup>1</sup>

南臺科技大學 企業管理系 研究生  
na770004@stust.edu.tw

楊雪蘭<sup>2</sup>

南臺科技大學 企業管理系 教授  
lan53120@stust.edu.tw

### 摘要

公司法於 2018 年大幅修正 148 條條文，以保障股東權益、強化公司治理及與國際接軌等目標為修正方向，且金管會再度發布 3 年期新版公司治理藍圖，盼透過完備法制、企業自省及市場監督三者之共同力量，增加投資市場的信心、提升整體經營環境與競爭力，再次顯示公司治理議題之重要。本研究欲探討國內上市櫃公司董事會結構對股東價值的影響，以及家族企業與非家族企業之股東價值是否存在差異，實證結果顯示，董事會規模與企業成長程度呈負向顯著關係，但與公司價值呈正向顯著關係；獨立董事比率及董事會持股皆對企業成長及公司價值呈現正向顯著關係；董事長兼任總經理與公司價值為負向顯著關係；最後，家族企業經營型態與企業成長程度未達統計顯著水準，但對公司價值呈現負向顯著關係。在管理意涵方面，經營者的起心動念是深化公司治理的關鍵，然而現行獨立董事制度的養成是否流於形式，在政策訂定與執行上仍有空間，公司應該有自己的發展藍圖及治理策略，以協助公司發展運作，因應未來的變局。

**關鍵詞：**董事會結構、家族企業、股東價值

### 第一章 緒論

近年來我國為加強與國際接軌，行政院金融監督管理委員會(簡稱金管會)宣佈自 2013 年起公開發行以上公司需採用國際財務報導準則(IFRS)編製財務報表，以加強國際間財務報表之可比性、提升我國資本市場之國際競爭力並吸引外資投資國內資本市場，且同時降低國內企業赴海外籌資之成本。除此之外，金管會近年來也一直強化公司治理，擴大獨立董事及審計委員會之設置範圍，未來全體上市櫃公司及興櫃公司，分別應依其董事、監察人任期屆滿情形，於 2020 年至 2022 年間逐步完成審計委員會及獨立董事之設置，以強化董事會監督功能，該項政策規範足以證明董事會在企業經營過程中舉足輕重之角色。

透過內部與外部機制建立以達公司治理制度之目的，藉以保障公司各種利害關係人應有之權益，進而提昇企業成長、經營績效，並為公司及股東創造最大價值。立法院 2018 年 7 月 6 日三讀通過公司法部分條文修正案，並於同年 8 月 1 日經總統公布，該次為 2001 年以來最大幅度修法，共計修正 148 條條文，修正方向為：增加法人透明度、友善新創環境、企業經營彈性、保障股東權益、強化公司治理及與國際接軌等目標，其中增加法人透明度則為因應 2018 年 11 月國際洗錢防治之評鑑，新增公司法第 22 條之 1 規定，公司董事、監察人、經理人及持有超過 10% 之股東資料應於 2019 年 1 月底前於申報平臺完成首次申報，爾後應定期申報，該次修法適用對象除上市櫃公司外，亦包含未公開發行公司，再次顯示董事會及大股東在公司治理上之核心地位。

企業存在之目的，係創造股東價值極大化，在追求股東價值極大化之過程中，透過公司治理機制提昇經營管理效能，而董事會為公司治理核心，其運作良窳，亦與股東價值息息相關。此外，國內上市櫃公司中傾向存在控制股東之經營型態，且董事會組成家族色彩濃厚，當家族控制股東投票權與現金流量權偏離程度愈大，公司價值可能因

為控制股東侵佔小股東財富而降低(Claessens et al., 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999)。本研究欲探討不同的董事會結構是否皆能在公司組織內確實扮演好監督、決策與執行者的角色，因此，本研究之目的如下：

- (一)探討家族企業與非家族企業之股東價值是否存在差異。
- (二)探討董事會結構對股東價值的影響。
- (三)探討國內上市櫃公司之董事會結構在家族企業環境下對股東價值的影響。

## 第二章 文獻探討

依據前章所述之研究目的，本論文研究重點在於剖析董事會結構、家族企業與股東價值之相關性，本文將分別就三個想要探討的構面(董事會結構、家族企業及股東價值)來回顧以往之相關研究。

### 第一節 董事會結構與相關文獻

董事會之角色依公司法第 202 條：「依公司業務的執行，除本法或章程規定應由股東會決議之事項外，均應由董事會決議行之。」意即董事會為代表全體股東之業務執行機關。參照廖大穎 (1999)證券市場與股份制度論指出，國內股份有限公司之權力與結構組成係由股東大會選舉董事與監察人，並由董事會及監事會向股東大會負責，監事會對董事會進行監督作業，並由董事會與監事會一起對經營階層行使監督權，稱之二元模式或雙層模式。換言之，董事會主要職責在於監督公司營運目標之達成及經營績效之提升、提供經營團隊策略指導並督導公司遵循各項法令，以確保股東最大權益。在企業追求成長之過程，董事會於公司經營策略中扮演領航者之重要角色(Baysinger and Hoskisson, 1990)，為企業策略發展方向的最終決定組織。金融監督管理委員會於 2018 年再度發布 3 年期新版公司治理藍圖，盼透過完備法制、企業自省及市場監督三者之共同力量，增加投資市場的信心、提升整體經營環境與競爭力，促進我國企業機制永續發展。

董事會規模大小即代表董事會中董事人數多寡，對於何謂最適董事會規模，學者看法不一。董事會規模愈大則董事人數愈多，管理者想要支配或控制董事會的機會相對減少，因此能維持董事會監督品質。Zahra and Pearce (1989)研究指出，董事會規模愈大，能容納更多不同專業領域之專家學者，對公司經營決策給予更多意見與建議，進而做出更高品質決策，且因為董事會人數較多，其所涉及之利益層面較廣，較不易受到公司管理者之控制，如此一來董事會規模愈大反而更能保持其監督經營之成效。國內學者陳錦村與葉雅薰 (2002)在公司改組、監督機制與盈餘管理之研究中證實就董事會規模而言，當上市櫃公司的監督人數愈多時，愈能發揮正面的監督效果。但持相反意見學者認為董事會人數太多易造成董事意見分歧，彼此意見整合不易，增加整合成本及處理損失，這些損失及成本將會抵消董事會所帶來的利益。如 Jensen (1993)認為董事會人數愈多，董事彼此間可能會因意見相左及不易磨合反而會導致溝通上的困難，無法達成共識，使得董事會監督效果不彰，意即董事會規模愈小，對公司管理者之監督愈有效。

國內董事會成員一般而言區分為內部董事與獨立董事：其中內部董事大部分由公司高層或經理人所擔任，由於內部董事另一身分為公司員工，因此可能會受限於公司支配，所以對企業經營之監督成效不大。相對於內部董事之雙重身份，外部董事成員則非任職於企業中，且獨立董事大都由具專業知識學者、產業界專業人員或擁有豐富資源之人所擔任，且與公司無利益關係，能以客觀的角度及專業之見解對公司提出建議，甚至部分獨立董事能透過其在業界之影響力或資源，為公司謀取最大利益，進而發揮董事會監督機制，因此獨立董事對於公司監督功能會較內部董事更高。Fama (1980)指出獨立董事具備獨立性及專業性，雖不任職於公司，但能針對公司所擬定之經營方針給予多方面的評估與建議，協助公司達成目標，並不會因為自身利益而做出損害公司之決策，進而發揮監督之功能。

但是也有學者並不認同獨立董事能夠真的發揮其本身之監督功能，因為在選任獨立董事時，管理當局可能會運用一些特權來影響董事會，使得董事會所挑選之獨立董事人選與管理當局為同派系人馬，如此一來，獨立董事是否真的會用超然角色來監督管理當局，令人產生質疑。此外，內部董事擁有公司內部資源清楚公司實際營運作業；反觀，獨立董事只能從公司所出具之財務報表做出財務決策或以其專業背景來剖析公司所提出營運方針是否有利，

對於所能掌握之公司營運資訊相對匱乏，是故獨立董事所作之決策可能無法深入了解整體策略與評估(Mangel and Singh, 1993)。

林穎芬、馮軒綾與洪鈺浩 (2018)以機構投資人、董事會結構與薪酬契約觀點探討其對關係人交易之影響，選取 2006 年至 2013 年有關係人交易之台灣上市櫃公司為研究樣本，利用迴歸分析對於外部監督與內部治理等機制進行假說驗證，實證結果：(1)在內部治理機制方面，董事會規模愈大、獨立董事比例愈低，則不利董事會發揮對於關係人交易之監督功能；而董監事與經理人薪酬愈低，則關係人交易愈多，顯示薪酬契約能對企業之關係人交易善盡監督職責。(2)在外部監督機制方面，主動機構投資人持股愈高，對於公司管理當局愈具有監督效果，降低關係人交易，而被動機構投資人因受制與公司有業務往來之需求，且不願挑戰公司高階之決策而給予相當程度之妥協，削減其監督能力，導致關係人交易增加。

林玟廷、陳律睿與姚苒安 (2016)以資訊處理觀點為基礎研究台灣中小企業成長與董事會結構之關係，另納入成長節奏為調節變數，以觀察成長步調不規律對各研究變數之影響性。自台灣經濟新報(TEJ)資料庫中篩選出 235 家台灣上市櫃公司中符合中小企業條件之研究樣本，探討當企業成長時所產生的管理資訊複雜性與多元性，是否公司會為了掌握更具有價值的訊息而調整董事會結構，以迴歸分析檢定假說驗證結果顯示：中小企業成長程度愈高與董事會異質性、董事長兼任 CEO 可能性及 CEO 持股率皆呈現顯著正向關係，意即中小企業在成長過程中會因策略轉移而調整內部治理機制，在董事會結構中增加董事會成員異質性，愈能夠具備多元的意見，提供最佳管理決策品質；而董事長兼任 CEO 時，更能掌控完整之管理權力與訊息處理能力；且 CEO 持股的比例愈高，愈能促使 CEO 善盡職責，掌握關鍵成長訊息。此外，該研究亦證明成長步調不規律程度會強化中小企業成長與董事長兼任 CEO 以及 CEO 持股率的關係，但對於中小企業成長與董事會異質性關係並無調節作用。

林坤裕 (2015)以台灣通訊網路業為研究對象，討論董事會結構及經理人特質對公司績效的影響，研究期間為 2008 年至 2012 年(金融海嘯後 5 年)，資料來源取自台灣經濟新報(TEJ)及公開資訊觀測站，選取有效樣本共計 7,593 筆，採用逐步迴歸分析，實證結果發現：(1)在董事會結構中董事會規模、董事平均薪酬、法人持股比例、董事兼任經理人數及經理人任期、教育程度(大學以上)與公司績效皆呈現正相關。(2)董事會持股比例、獨立董事佔董事會比例及經理人教育程度(高中職以下及其他)與公司績效則呈現負相關。

魏廷羽 (2013)研究董事會結構特性與公司經營績效之關聯，研究對象以 2007 年至 2011 年國內上市櫃公司，並區分是否為電子業做對照，比較其差異。經由普通最小平方方法(OLS)迴歸分析結果顯示：(1)支持利益收斂假說，不論電子業或非電子業，董監事持股比率與公司經營績效為正向相關，但只有非電子業董監事持股比率與公司績效呈顯著關係；(2)不論電子業或非電子業，獨立董事席次比率與公司經營績效皆呈現顯著正相關，支持獨立董事具有獨立性與公司無利益衝突，並能依據其專業知識與經驗，提供管理當局建議，進而提昇公司績效。

王元章與張椿柏 (2011)利用核心代理問題角度探討股權結構與董事會特性對公司價值之影響，並將管理者與家族股東持股比率分為三類，檢驗與公司價值是否呈現非線性關係，實證結果：(1)管理者持股率愈高，與其他股東利益趨向一致，因此不會浪費公司資源來進行特權消費而傷害公司，故與公司價值呈現顯著正相關；而家族持股愈高及控制權與現金流量權偏離程度愈大，將愈有動機傷害小股東而產生核心代理問題，導致公司價值下降。(2)董監事持股率與機構投資人持股愈高，愈能有效監督管理者而降低經理人與股東間之代理問題，進而增加公司價值，支持 Pound (1988)提出之效率監督假說。(3)經理人持股率為 5%以下及介於 5%-25%者，與公司市場價值呈現正向顯著關係，而經理人持股率若大於 25%則與公司價值呈現顯著負向關係，亦即經理人持股率增加時，與股東利益一致能降低代理問題，但當經理人持股率達到一定程度具有掠奪公司利益能力時，為保障本身職位可能違背股東利益，進而傷害公司價值，轉為支持 Jensen and Ruback (1983)所提的鞏固職位假說。(4)家族持股率為 20%以下與公司價值呈正相關，但家族持股率介於 20%-50%甚至大於 50%，則於公司價值呈現負相關，顯示當家族尚無法控制公司時，努力經營的誘因較強，會進行對公司有利之決策，但持股超過 20%且能有效控制公司時，可能產生剝削小股東利益

之行為，進而降低公司價值。

小結：本研究主旨欲探討董事會結構對股東價值是否造成影響，擬參考林穎芬、馮軒綾與洪鈺浩 (2018)針對董事會結構與關係人交易程度之影響所使用之迴歸模式為分析工具，且多數探討董事會結構與經營績效之關係、與企業成長程度之影響等，幾乎皆採用迴歸分析。

## 第二節 家族企業的定義與相關文獻

家族企業是最古老的商業組織模式，多數國家皆是以家族企業形式開始(倪衍森與廖容岑, 2006)，家族企業是家族(血緣)與企業(經濟)的結合，家族體系擁有所有權與控制權，企業經營決策掌控在家族成員手中，不同於非家族企業的特性，自然也有不同的企業價值(嚴奇峰, 1994)。家族企業之研究能被世界各國學者重視，主因不只是家族企業經營型態數量眾多，更因國內外上市櫃家族企業在各經濟體裡所扮演的重要角色。La Porta, Lopez-de-Silanes, et al. (1999)從全球經濟體中挑選 27 個國家之上市公司做為研究樣本，觀察出股權具有集中之情況，其中控制股東就佔了 68.59%，且以家族型態控制最為普遍；Anderson and Reeb (2003)研究顯示，義大利公司中約有 68%是家族企業，澳洲上市公司中家族企業約佔 67%，而美國 S&P 500 企業中存在 35%是家族企業型態；Claessens et al. (2000)則以東亞 9 個國家研究對象，篩選 12,980 家上市公司為樣本，若控制門檻設為 10%投票權，發現有超過一半是為家族控制之經營型態。在國內許多企業經營者將公司視為世代傳承的一項資產，家族成員透過不同管道持有公司股權實為我國企業之常態，依 Claessens et al. (2000)用最終控制權的方式計算，發現國內上市公司中有 65.6%屬於家族企業；林嬋娟與張哲嘉 (2009)從 1998 年至 2006 年的研究實證結果顯示我國上市櫃公司中有 57%為家族企業；郭翠菱與王志洋 (2017)統計 1996 年至 2010 年台灣上市櫃公司型態，其中家族企業約佔 67%。此外，葉銀華 (1998)亦指出國內上市櫃公司大多數有所有權集中在少數家族之情況，顯示家族企業為國內重要的經營型態。

家族企業簡單定義就是其最終控制者為單一家族，而最終控制者是指對企業經營管理與資源分配決策具有最後影響力者，如公司大股東、高階管理人員及其家族或經營團隊公司。國內外學者對於如何量化界定家族企業觀點並不一致，部分學者採用所有權與控制權之條件計算判斷是否為家族企業(Anderson and Reeb, 2003; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, and Makri, 2003; Wang, 2006)；另有學者以所有權、經營權與管理權三項條件來定義家族企業(Villalonga and Amit, 2006; 蘇淑慧、呂倩如與金成隆, 2009)。本研究擬以經營權做為判斷是否為家族企業之核心，採用台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal)資料庫之次級資料，TEJ 對單一家族主導之定義為公司之最終控制者由具有相同利益及目標之一群人(自然人)組成，該一群人彼此間具有親屬關係，其操作性定義為：(1)董事長及總經理由單一家族成員出任；(2)董事控制席次百分比大於 50%(不含友好席次)且友好董事席次百分比及外部董事席次百分比均小於 33%；(3)董事控制席次百分比大於 33%且最終控制者家族成員至少有 3 人出任董監事及經理人；(4)控制持股百分比大於必要控制持股百分比。符合上述條件之一，則視為單一家族主導之企業。

郭翠菱與王志洋 (2017)從代理理論與管家理論兩個角度探討家族企業與非家族企業在經營績效上的差異，且更進一步剖析影響家族企業經營績效之關鍵因素。採 1996 年至 2010 年國內上市櫃公司為研究對象，以長時間的追蹤型資料進行迴歸分析，實證結果發現，以會計績效為經營績效之衡量變數，則家族企業與公司績效呈現正向顯著關係，支持管家理論，反映當家族成員擔任公司經理人時，會促使他們努力牢記公司使命，為企業效忠成為公司資產的管家，維護公司與股東的利益，並用更長遠的思考與經營策略，創造家族企業更高的願景。但家族控制型態企業與採市場績效(Tobin's Q)為衡量指標則無顯著關係。

曾秀玲 (2012)以代理理論基礎觀點，探討在家族治理模式下，內部稽核獨立性對於降低代理問題及組織經營績效之影響，透過問卷調查檢測內部稽核人員於所任職之企業中內部稽核之獨立程度。從有效回收問卷中彙整出 103 家國內上市櫃公司為研究樣本，依環境與部門特性區分內部稽核權力與獨立執行力等二項變數做為調節變數之代理變數，而依變數與自變數之資料皆取自台灣經濟新報(TEJ)資料庫，研究發現：(1)家族企業外部董事席次比例與組織績效(以 ROE 衡量)呈顯著正向關聯，且內部稽核業務獨立執行力愈高則會強化家族企業外部董事比例與 ROE 之

正向影響；(2)家族控制股東持股率與 ROE 呈正向關係，但未達顯著水準，且內部稽核權力與獨立執行力皆未對家族控制股東持股率與 ROE 產生調節效果；(3)董事長由家族成員擔任對 ROE 的影響，則在內部稽核獨立執行力之調節效果下，由還沒調節前的負向關係轉為具顯著水準的正向影響，意即利用家族企業內部稽核之獨立執行的專業能力協助董事會加以監督企業管理階層，會弱化董事長由家族成員擔任時與其經營績效的負向影響。

蘇淑慧、呂倩如與金成隆 (2009)認為過去文獻指出不同家族企業的定義確實會對企業價值有不同的影響，因此該研究從所有權、管理權及控制權三方面特性探討家族企業之定義，依寬鬆到嚴謹區分五個家族企業操作型定義分別為：(1)一位或多位家族成員擔任經理人、董事或大股東；(2)家族之所有權最大；(3)家族所有權最大且取得 20% 以上之董事席次；(4)家族董事席次最大；(5)家族董事席次最大並超過 20%，且至少有一位家族成員兼任總經理。以迴歸分析探討前述五項定義之家族企業對於盈餘品質管理是否存在差異性，實證結果發現：在寬鬆定義下之家族企業對於盈餘品質管理與非家族企業無顯著差異，只有在嚴格定義下之家族企業對於公司之盈餘品質呈現顯著正向關係，意即，嚴謹定義的家族企業對於盈餘品質管理較差。此外，該研究更進一步探討不同代理問題對盈餘品質的影響：(1)以單變量差異檢定結果證明核心代理問題會降低企業的盈餘品質，且只有核心代理問題的公司，其盈餘品質管理顯著差於只面臨傳統代理問題的企業；(2)採迴歸分析研究結果發現只存在核心代理問題的公司與盈餘品質呈顯著正向關係，即該類型代理問題公司盈餘品質較差，與單變量差異檢定發現一致。

小結：家族企業之相關研究一直以來都是學者相當關注的議題，不論是家族企業的代理問題，或是對於盈餘品質、經營績效、多角化程度或舉債決策之影響，學者都有各自不同之探討角度與研究結果，本研究將以台灣經濟新報(TEJ)資料庫彙整之家族企業樣本，探討家族企業與股東價值之間的關聯性。

### 第三節 股東價值定義與相關文獻

股東價值之定義簡單來說是指企業股東所擁有普通股權益的價值，由於股權社會化的日益普及，股東價值的實現其本身在很大程度上就是對整個社會價值的增加。隨著市場經濟的逐步完善，股東價值的重要性也趨向明顯。一方面它是考察公司業績並據此建立激勵機制的重要標準，另一方面它也是股東控制權市場的重要依據，亦即學者可藉由企業經營績效之成長與市場對公司價值評價兩方面來觀察股東價值之變化(Luo and Donthu, 2006)。

#### 一、企業成長

企業成長可顯示在產出、營收、規模等「量」的增加，與結構、能耐、效率等「質」的提昇，這些都可使公司提昇績效獲取利潤，並維繫公司的永續經營(Mahoney and Pandian, 1992; Penrose, 1959; Slater, 1980)。Penrose (1959)主張企業成長係透過公司的資源與市場機會互動所產生的資源累積結果，企業為了掌握瞬息萬變環境所產生的機會，應不斷地投資其資源，避免遭到資源缺乏而限制成長的窘境，其在企業成長論一書指出資源是不可能自己投入生產程序，若將企業視為一個建構在管理組織下的資源匯集中心，應是透過有效的管理機制讓資源充份被應用並創造價值。洪世章、譚丹琪與廖曉青 (2007)企業成長代表管理當局在不同階段之企業發展，選擇不同的企業策略，並描繪出策略改變之軌跡。

黃田程 (2018)研究零負債對企業成長之影響，以 1988 年至 2016 年美國所有上市公司為研究對象，企業成長以銷售成長、生產績效成長及員工人數成長等三項為衡量指標，首先採用平均差異數檢定零負債企業與非零負債企業在企業成長特徵上是否有差異，結果顯示：零負債企業之銷售成長平均數顯著高於非零負債企業；零負債企業之生產績效成長平均數因受限邊際效益之影響，顯著低於非零負債企業；而二類型企業之員工人數成長平均數並無顯著差異。再則，採多變量迴歸模型探討零負債與企業銷售成長之關係，實證結果顯示：零負債對企業銷售成長呈正向顯著，與企業生產績效為不顯著關係；零負債與員工人數成長呈現顯著正相關，即零負債企業透過增加員工政策來達到銷售業績提昇之目的。

黃雅君 (2013)研究中小企業成長之前因以及家族企業之型態是否存在成長差異，研究期間以 2005 年至 2010 年國內上市櫃中小企業為樣本，使用資產總額成長率作為企業成長之代理變數，並以迴歸模型驗證假說，實證結果：

(1)環境動態性、環境複雜性皆與企業成長速度呈顯著正相關，而環境豐富性與企業成長速度呈顯著負相關，表示中小企業在面對技術與消費需求快速改變(環境動態性)及產品多元化與服務多樣化的產業特性(環境複雜性)之挑戰，願意接受風險以增加企業成長的機會，而面對政府輔導政策或人才培訓計劃(環境豐富性)，可能會讓資源有限的中小企業裹足不前。(2)企業剩餘資源與企業成長度由顯著負向關係轉為正向關係，呈現U型曲線關係，換言之中小企業在資源匱乏的條件下渡過草創期成長，而為提昇企業競爭力與永續發展考量，會積極發掘剩餘資源並充分有效利用，以支應企業成長需求；(3)創辦人之教育程度、理工教育背景皆與企業成長速度無顯著關係，而創辦人之產業經驗、社會資本皆與企業成長度呈顯著正向關係，呼應國內許多中小企業創辦人都是學歷不高白手起家，在不斷面對挑戰與創新中茁壯，並透過多年的產業經驗與人脈帶領企業成長；(4)在環境動態性變數下，中小企業中之家族企業在經營上較為保守，相對非家族企業成長速度較為減緩；而家族企業資源剩餘與企業成長速度無顯著效果，顯示家族企業會弱化資源剩餘與企業成長速度的U型曲線關係；當企業為家族企業時，創辦人之產業經驗、社會資本皆與企業成長速度呈顯著正向關係。

康敏平、陳雯虹與陳柏元(2012)以管理者心力限制觀點，探討影響企業管理者心力耗損之原因，進而檢視是否影響企業持續成長。該研究分別以企業內部協調例規發展與企業處理不確定性之經驗累積等二方面，探討管理者心力損耗程度，推論若內部協調例規發展愈成熟之企業，管理者心力耗損於使用威權溝通的程度愈小，企業成長率不受管理心力限制之阻礙；當企業處理不確定性之經驗累積達一定門檻後，其經驗原則的發展與累積能節省管理者處理資訊之心力，而將多餘心力聚焦於企業擴張之規劃。研究者以國內上市櫃之製造業為研究對象，採2001年至2007年為分析期間，2004年作為研究基期，且以員工人數成長率作為企業成長率之代理變數，採階層迴歸方式進行假說驗證，研究結果：制度協調例規發展愈成熟，愈能有效降低管理者心力的耗損，提升下一期成長率，而人際協調例規發展與下一期成長率無顯著關係。企業透過研發活動、國際化程度所累積的處理不確定性經驗與下一期成長率的關係呈U型曲線，惟以企業涉入廣告銷售活動程度作為衡量企業累積處理不確性經驗之代理變數時，未達顯著水準。

曾真真與高子荃(2011)認為企業成長決策取決於企業本身資源與其管理人對外部機會的觀察與判斷，決策並非隨機而是由管理人選擇本身偏好之策略，亦即成長決策本身存在潛在的自我選擇偏誤。該研究以國內上市櫃電子產業為研究對象，採Heckman(1979)所提之二階段最小平方法建立模型，第一階段以Probit迴歸建立成長模型檢測企業剩餘資源與成長決策之關係；第二階段以OLS迴歸分別建立持續成長與中斷成長二種績效模型，檢驗成長與績效之影響。實證結果：(1)剩餘資源中財務資源對企業成長策略刺激存在上限，呈現倒U型曲線關係；而無形資源的投入須達一定程度才能提升企業成長正面效果，呈現U型曲線關係。(2)資產成長率對績效之影響因企業所採行的成長策略不同而有所差異：持續成長企業的資產成長率對市場績效(Tobin's Q)呈現正向關係，與財務績效指標不存在關係；中斷成長企業的資產成長率對資產報酬率(ROA)呈現正向關係，但與市場績效指標關係不顯著。

小結：企業成長是一個複雜之現象，學者探討企業成長之角度也相當多元：黃田程(2018)以企業舉債角度探討企業成長之差異，黃雅君(2013)探討中小企業成長之前因，而亦有學者探討企業成長速度之限制(康敏平等人，2012)。本研究擬從家族企業與董事會結構角度，探討兩者與企業成長之關聯性。

## 二、公司價值

金融經濟學家認為公司價值是該公司預期自由現金流量以其加權平均資本成本為貼現率折現之現值，因此公司價值與企業的財務決策具有相關性。傳統評價指標以會計盈餘做為基礎用以衡量公司經營績效，如資產報酬率(ROA)與權益報酬率(ROE)等，這些指標主要反應公司過去之經營績效，但難以推估公司未來的成長機會，因而影響公司價值之精確性。針對公司價值之評價，國內外學者大多以Brainard and Tobin(1968)所提出之Tobin's Q做為衡量指標(Chan and Li, 2008; Chung and Pruitt, 1994; Eberhart, 2012)。Lindenberg and Ross(1981)認為Tobin's Q值較高的公司，在其資產結構中具有企業特定因素而能獲得獨佔或壟斷之利益。Tobin's Q為市值與重置成本的比率，用以衡量

公司資產的價值與未來成長機會，Tobin's Q 值愈高，代表市場對公司價值的評價愈好。

李建然、廖秀梅與張卉諭 (2016)以 Tobin's Q 做為公司價值之代理變數，探討公司設置審計委員會與公司價值之關聯性，並分析審計委員會運作品質之良窳是否會影響公司價值。(1)以 EBTM(最大概似法及兩階段估計法)與 LOS 迴歸檢定設置審計委員會與公司價值之關聯，實證結果：在設有獨立董事制度公司中，相對採用監察人制度之公司，採用審計委員會之公司價值較高。(2)審計委員會品質綜合指標與 Tobin's Q 呈顯著正相關，亦即審計委員會的品質愈好愈能發揮監督功能，進而提升公司價值，其中審計委員會規模、召集人具備財務專長、出席率等審計委員會品質與 Tobin's Q 呈顯著正相關，而成員具備財務專長之人數與 Tobin's Q 呈顯著負相關，另審計委員會開會次數與 Tobin's Q 則無顯著關係。

林建宏 (2013)探討國內上市櫃光電產業財務風險指標、公司治理與企業價值之關係，實證結果：(1)財務風險指標破產可能性愈低，則公司市場評價愈高。(2)上市櫃年限與 Tobin's Q 呈負向關係，表示公司價值隨著時間遞減，企業成長力道亦隨著成立年限而趨緩；公司規模愈大，具有較大市場力量與資源，對公司營運有正向影響，因此公司規模與 Tobin's Q 呈正向顯著關係。(3)董監事持股比率與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係，亦即董監事持股愈高，其利益與股東趨向一致，有助於提升公司價值，符合利益收斂假說；而經理人持股與 Tobin's Q 呈現負向顯著關係，代表經理人可能基於職位安全性考量，而產生反接管之行為，進而降低公司價值。(4)機構法人持股比率與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係，顯示公司在機構法人監督下，能對經營者帶來壓力，降低代理問題，進而提高公司價值。

周碧珍 (2012)認為企業評價指標 Tobin's Q 廣泛被學者運用於衡量公司之經營績效與成長性，篩選上市櫃中成長型公司為研究對象，探討企業經營特性與 Tobin's Q 之關係，實證結果：在企業經營變數中，企業年齡及負債比率與 Tobin's Q 呈現負向顯著關係；而高獲利穩定性與營收成長率愈高者，則有利公司之市場評價，與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係。另，在公司治理變數中，董監事持股比率愈高，可能產生無效率及怠惰行為之情況趨於嚴重，因而降低公司績效，進而影響市場之評價，故董監事持股與 Tobin's Q 呈現負向顯著關係，符合利益掠奪假說；而經理人持股則與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係，顯示經理人與股東利益趨向一致，可降低代理問題，減少代理成本，進而提高公司市場之評價，符合利益收斂假說。

徐玉惠 (2008)探討國內上市公司獨立董事設置與公司價值之關係，實證結果：(1)獨立董監事比例與公司價值呈顯著正向關係，表示董事會中引進獨立董監事可增加董事會之客觀性與獨立性，並提高董事會之策略品質及效率，進而提高公司價值。(2)在電子資訊業之董事會規模與公司價值呈顯著正向關係，但非電子資訊業則不顯著。(3)在非電子資訊業之家族持股比率與公司價值呈顯著正相關，但電子資訊業則不顯著。(4)外部機構投資人持股比率與公司價值呈顯著正相關，亦即外部機構投資人持股愈高，愈有動機監督管理當局，進而提高公司價值。

小結：國內外學者廣泛利用市場績效指標檢驗公司治理組織結構差異與公司價值之關係，Tobin's Q 值可反映市場上對企業擁有之特殊資產所隱含的企業成長機會價值高低的評估，本研究擬從家族企業與董事會結構角度，探討兩者與公司價值之關聯性。

### 第三章 研究方法

#### 第一節 研究架構

本研究以董事會結構、家族企業與股東價值等構面進行關聯性的研究，分別對於董事會結構與股東價值、家族企業與股東價值，以及董事會結構、家族企業與股東價值的關聯性進行探討，本研究架構圖如圖 3-1 所示：

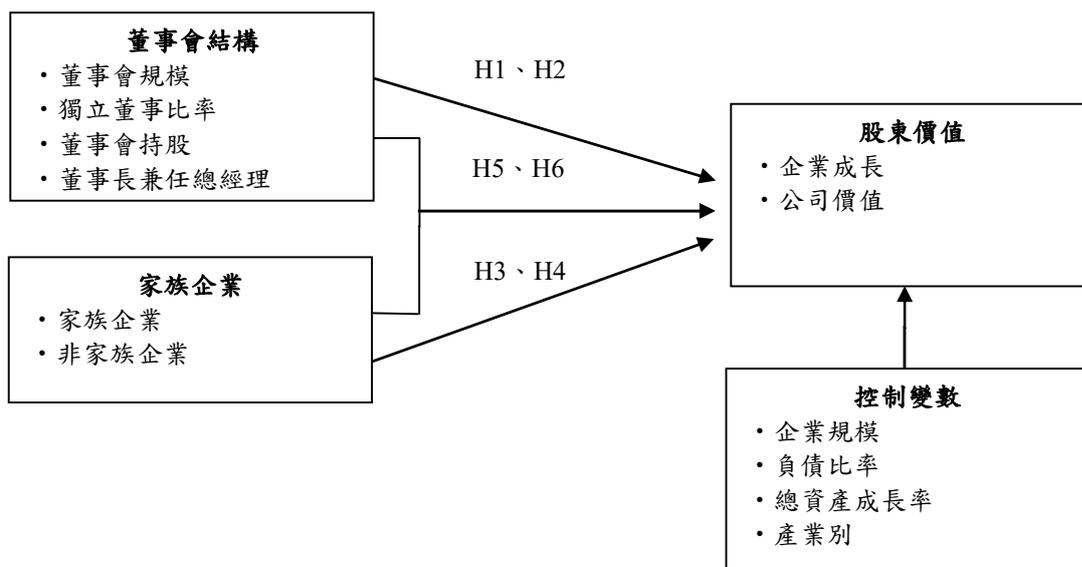


圖 3-1 研究架構圖

## 第二節 研究假說

董事會在企業扮演舉足輕重的角色，提供企業管理建議與諮詢(Lorsch and MacIver, 1989; Mintzberg, 1983)、專業知識與資源(Baysinger and Hoskisson, 1990)、獲取資金管道(Mizruchi and Stearns, 1988)以及散播創新與外部網絡之角色(Burt, 1980; Hillman, Keim, and Luce, 2001)。董事會成員因具有關係資本與人力資本等董事會資本可提升公司績效(Hillman and Dalziel, 2003)。因此，即使董事會結構中具有內部董事任職於企業，而使得其獨立性與監督效能受到質疑，但內部董事仍可透過資源提供所產生之效益，降低企業對外部環境的依賴及不確定性的消除(Pfeffer, 1972)，進而減少交易成本並協助企業得以永續發展(J. V. Singh, House, and Tucker, 1986)。而董事會成員持股超過一定比例時，個人財富與公司價值連結程度較高，將強化董事會監督之動機(Morck, Shleifer, and Vishny, 1988)，但另一派利益掠奪假說學者則認為，若股權過於集中在少數董事手中，反而可能產生較高的代理成本。

姚芮安 (2014)透過資訊處理觀點，認為台灣中小企業在積極成長過程中，會憑藉著建立規模較大之董事會，處理成長過程時所面臨的複雜資訊，而董事長是否兼任總經理與企業成長呈現顯著負相關；王元章與張椿柏 (2011)也認為董事長兼任總經理，董事會獨立會受到影響，降低董事會監督功能，使公司價值下降；而林玟廷等人 (2016)認為企業成長時因資訊多元性及管理複雜性，需透過組織結構的調整予以支應，當董事會異質性愈高，愈能具備多元的專業背景，做出最佳的管理決策；而董事長兼任 CEO 則能具備一致性的管理權力，完善管理與資訊處理的能力，因此與企業成長呈正向關係。再則，獨立董事之設置比率對公司績效的影響也有正反兩面的論述：魏廷羽 (2013)指出不論是否為電子業，獨立董事因其專業性及獨立性與公司並無利益衝突，可據其專業經驗及知識，提供管理當局經營決策上之建議，進而提升企業績效；但獨立董事若為管理當局同派系人馬，其監督效果令人質疑，或獨立董事太過堅持己見，亦可能影響企業決策之擬定及執行，進而影響企業績效與成長(林坤裕, 2015)。最後，在董事會持股程度是否影響企業經營績效與公司價值實證結果亦不相同，林坤裕 (2015)認為董事因持股過高，對於企業經營傾向採取風險規避之策略，以確保自身利益得以穩健，而公司績效與成長因保守策略而有所限制。另，王元章與張椿柏 (2011)實證結果認為董事持股比率愈高時，將會更有效率監督管理當局，降低管理者與股東間之代理問題，進而增加公司價值；魏廷羽 (2013)也支持利益收斂假說表示董監事持股與公司績效呈正向相關。綜合文獻建立本研究假說一：

假說 1：董事會結構對企業成長程度具有顯著影響。

假說 1-1：董事會規模愈大，則企業成長程度愈高。

假說 1-2：獨立董事比率愈高，則企業成長程度愈高。

假說 1-3：董事會持股愈高，則企業成長程度愈高。

假說 1-4：董事長兼任總經理可能性愈大，則企業成長程度愈低。

部分學者從市場績效衡量角度探討董事會結構對於公司價值之影響：徐玉惠 (2008)指出獨立董監事之設置與法人機構持股，都能發揮有效之監督功能，對於公司價值之提昇具有正向影響力，林建宏 (2013)亦持贊同論述，認為董監事持股愈高，與股東利益趨於一致，愈能做出對公司價值提昇之決策，進而增加企業成長機會；但周碧珍 (2012)以成長型公司為研究對象，則認為董監事持股與公司價值呈現顯著負相關，但經理人持股與公司價值呈正向顯著關係。綜合文獻建立本研究假說二：

假說 2：董事會結構對公司價值具有顯著影響。

假說 2-1：董事會規模愈大，則公司價值愈高。

假說 2-2：獨立董事比率愈高，則公司價值愈高。

假說 2-3：董事會持股愈高，則公司價值愈高。

假說 2-4：董事長兼任總經理可能性愈大，則公司價值愈低。

國內外有許多關於家族企業之相關實證研究，透過不同觀點探討家族控股型態之企業與盈餘品質、企業績效或多角化程度等之影響。家族企業對於盈餘品質之影響可從兩個角度討論，分別是利益掠奪效果(entrenchment effect)與利益收斂效果(alignment effect)。就利益掠奪效果之角度來看，家族企業盈餘品質較差，當家族能有效的控制公司，或控制權與現金流量權偏離程度愈大時，將誘使控制股東犧牲或剝削少數股東的權利，因而造成掠奪效果(Fama and Jensen, 1983; Fan and Wong, 2002; Morck et al., 1988; Shleifer and Vishny, 1997)。但就利益收斂效果之角度來看，家族企業之盈餘品質相對較好，當家族控股比率愈高，可視為家族控制股東之承諾，承諾其較願意為企業創造聲譽，而非剝削少數股權(Gomes, 2000)，使得控制股東與少數股權利益趨於一致，且監督管理者及利潤極大化之誘因將會愈大(La Porta, Lopez-de-Silanes, et al., 1999)。

國內外學者在探討家族企業與非家族企業經營績效是否有差異，多以代理理論(agency theory)及管家理論(stewardship theory)兩個角度分別論述。傳統代理理論指出，企業主理人(股東)雇用代理人(管理者)為企業服務，代理人為了追求本身利益最大化，當主理人與代理人利益不一致有衝突時，就會產生代理問題(Jensen and Meckling, 1976)。當家族控制型態之股東利用金字塔結構、交叉持股等方式增加對控股公司之控制權，產生控制權與現金流量權偏離之情況，導致大股東剝奪小股東權利，因而產生核心代理問題(Claessens et al., 2000; Shleifer and Vishny, 1997)。而管家理論則從組織社會學和組織心理學觀點出發，認為經理人會追求工作上滿足及對自身尊嚴的看重，將自己的未來與企業、股東緊密聯繫在一起，而成為公司資產的管家，促使他們努力經營公司，達成企業經營目標(Donaldson and Davis, 1991)。

另有學者利用不同變數探討家族企業與非家族企業之差異，如：黃雅君 (2013)認為台灣中小企業之家族企業相對非家族企業保守，在面臨外部環境因素導致企業成長程度之影響表現不如非家族企業；郭翠菱與王志洋 (2017)認為家族企業對會計績效具有顯著正向關係，支持管家理論，表示家族成員擔任公司經營者，會牢記公司使命為企業效忠成為公司管家，並維護公司與股東之利益，但家族企業對市場績效無顯著關係。綜合文獻建立本研究假說三至假說六：

假說 3：家族企業對企業成長程度呈現顯著負向關係。

假說 4：家族企業對公司價值呈現顯著負向關係。

假說 5：董事會結構、家族企業對企業成長程度呈現顯著關係。

假說 6：董事會結構、家族企業對公司價值呈現顯著關係。

### 第三節 變數定義與衡量

#### 一、自變數

企業成長的動力來自於管理者對增進組織績效的渴望(Finkelstein and Hambrick, 1996; Hambrick and Mason, 1984)，企業是一個資源匯集的中心，而其資源配置與運用時機，將透過管理策略來決定(洪世章等人, 2007)。董事會是企業最高治理與決策單位，本研究以董事會規模、董事會獨立性、董事會持股及董事長是否兼任總經理之特性作為自變數，探討董事會結構對企業成長之影響。董事會規模(BSIZE)大小除會影響單一董事之決策影響力外，建立大規模之董事會能處理較多元且複雜之訊息(姚芮安, 2014)，本研究採用樣本公司之董事席次作為衡量董事會規模之代理變數；過獨立董事之專業知識與多元背景，應能提供管理當局最佳企業成長策略之選擇，對公司成長及股東價值產生貢獻，本研究獨立董事比率(IND)之衡量為獨立董事人數占董事會總人數比例；董事會持股(BS)之衡量為全體董事持有股份合計占公司流通在外股數比率；董事長兼任總經理(CEOD)以虛擬變數替代，董事長兼任總經理則為 1，董事長與總經理由不同人擔任則為 0。

再則，因家族企業與非家族企業的特性，對於董事會結構與股東價值高低可能會有影響，因此本研究參考台灣經濟新報(TEJ)資料庫，其集團控制型態為單一家族主導者視為家族企業，採用虛擬變數，以 1 表示家族企業，0 表示非家族企業。

#### 二、應變數

股東價值一方面反應公司經營績效之良窳，另一方面隱含資本市場對公司之評價。本研究擬參考 Luo and Donthu (2006)採用資產報酬率(ROA)及 Tobin's Q 值作為股東價值之代理變數：首先，資產報酬率採用公司全部資產為基準，衡量每元資產所創造的利潤。Penrose (1959)主張企業成長係將企業視為一個建構在管理組織下的資源匯集中心，應是透過有效的管理機制讓資源充份被應用並創造價值，當 ROA 愈高，則代表公司資產利用率愈高，公司成長程度愈高，本文透過衡量企業投入資產可獲取報酬的能力，用以檢驗公司治理結構與企業成長之關係。

其次，本研究參考過去探討公司值之文獻，以 Tobin's Q 作為衡量變數。Tobin's Q 主要建構概念為公司市值與重置成本之差異，以該差異作為衡量產業獨佔力的指標，係 Brainard and Tobin (1968)所提出，其計算過程中考慮了資本折舊率、折現率與技術成長率等總體因素來估計公司市值與重置成本，由於計算繁雜與取得成本較高，故後來學者較少跟進。Chung and Pruitt (1994)以基本財務及會計資訊來計算 Tobin's Q 近似值，經驗證該近似值對於 Tobin's Q 值至少有 96.6%之解釋能力，因此，本研究也採用此法計算 Tobin's Q(李建然等人, 2016)。

#### 三、控制變數

影響股東價值與董事會結構或家族企業之間的相關變數有很多，為了避免相關變數對研究結果產生影響，本研究根據過去探討企業成長與公司價值之相關研究選取企業規模、負債比率、總資產成長率與產業別分類作為控制變數。本研究之企業規模(SIZE)採用公司銷貨收入淨額作為衡量，為了避免極端值造成估計之影響，因此以公司銷貨收入淨額取自然對數衡量之；其次，利息費用除了會減少公司盈餘外，其稅盾效果會使管理者傾向選擇高風險決策，而降低公司價值(Morck et al., 1988)；但代理理論觀點而言，負債借款會使管理者受到市場監督，減少浪費公司自由資金的動機，進而提昇公司價值(Jensen and Meckling, 1976)，因此負債比率(DR)對股東價值具有相當影響程度，本研究納入予以控制；再則，企業成長可顯示在產出、營收、規模等「量」的增加，與結構、能耐、效率等「質」的提昇，而資產總額為企業營運過程中的資源要素，透過資產之投入，可提昇公司績效獲取利潤((Mahoney and Pandian, 1992)，創造股東價值，本研究分析時有必要控制總資產成長率(Growth)對股東價值所造成之影響；最後，考慮不同產業之營運範圍差異性，分析時有必要控制產業因素對各公司股東價值造成之影響，本研究採用台灣證券交易所之分類，並以虛擬變數衡量，電子業為 1，非電子業為 0。彙整本研究各項變數及其定義如表 3-1 所示。

表 3-1 研究變數說明

| 變數          | 代號     | 變數定義                           |
|-------------|--------|--------------------------------|
| <b>自變數</b>  |        |                                |
| 董事會規模       | BSIZE  | 董事會總人數                         |
| 獨立董事比率      | IND    | 獨立董事人數/董事會總人數                  |
| 董事會持股       | BS     | 全體董事持有股份合計/公司流通在外股數            |
| 董事長兼任總經理    | CEOD   | 若董事長兼任總經理，其值為 1；否則為 0          |
| 家族企業        | FAM    | 若為家族企業，其值為 1；否則為 0             |
| <b>應變數</b>  |        |                                |
| 企業成長        | ROA    | 【稅後淨利+利息費用*(1-稅率)】/平均資產總額      |
| 公司價值        | Q      | (普通股市價+特別股帳面價值+負債帳面價值)/總資產帳面價值 |
| <b>控制變數</b> |        |                                |
| 企業規模        | SIZE   | 銷貨收入淨額取對自然數                    |
| 負債比率        | DR     | 期末總負債/期末總資產                    |
| 總資產成長率      | Growth | (本期資產總額-前期資產總額)/前期資產總額         |
| 產業別         | HIT    | 若為電子業，其值為 1；否則為 0              |

#### 第四節 研究對象與資料來源

本研究實證分析同時考量縱斷面與橫斷面，以國內上市櫃公司為研究對象，分析其董事會結構、家族企業對股東價值之影響，所有樣本取自台灣經濟新報(Taiwan Economic Journal)資料庫，彙整 2013 年到 2017 年之國內上市櫃公司財務年度資料，共計五年。考量金融保險業之營業性質與財務結構異於一般產業，為求研究結果一致性，本文排除金融保險業之樣本。其次，國營事業因法人股東主要由政府組成，其所指派董事代表可能同時兼具三類董事之身分的性質，為避免產生認定上的困擾，在衡量董事會獨立性時本研究亦將其排除在外。最後，再剔除財務資料不齊全之樣本。投入分析之樣本數如表 3-2 所示。

表 3-2 2013 年至 2017 年研究期間樣本資料表

|         | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 總計    |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 上市櫃公司家數 | 1,587  | 1,589  | 1,590  | 1,591  | 1,594  | 7,951 |
| 剔除樣本數   | 180    | 148    | 121    | 99     | 85     | 633   |
| 本文樣本數   | 1,407  | 1,441  | 1,469  | 1,492  | 1,509  | 7,318 |

#### 第五節 資料分析方法與實證模型

##### 一、資料分析方法

本研究以統計軟體進行資料分析，驗證董事會結構、家族企業對股東價值之影響，依據研究架構與假說，採用驗證方法如下：

##### (一) 敘述性統計

以自變數、應變數與控制變數的範圍檢視最小值、最大值，了解其分布情形；再以平均值觀察樣本在各變數的集中趨勢；最後以標準差測試資料的離散程度。而家族企業、董事長兼任總經理與產業別因為是名目尺度的虛擬變數，無法算出平均數與標準差。

##### (二) 相關分析

本研究採用 Pearson 相關分析評估，探討各變數間之相關程度及影響方向，並初步處理複迴歸的多重共線性問題，檢視 n 個 X 變項之間是否高度相關，若各變數間之 Pearson 相關係數不大於 0.8，則表示共線性的情形不嚴重。

##### (三) VIF 檢定

因某些自變數之間可能具有高度線性相關，以複迴歸分析各自變數之間可能存在多重共線性問題，可利用「變異數膨脹因素法 (VIF)」來檢驗，若 VIF 值檢測結果小於 10，代表各變數之間沒有太大的共線性問題。

##### (四) 複迴歸分析

複迴歸是用來探討一個應變數和多個自變數的關係，複迴歸分析主要之用途是預測與解釋，也就是利用已知的自變數來預測未知的應變數，說明預測變項與應變項之間的關聯。本研究採用複迴歸分析，以檢驗所提出的假說。

## 二、實證模型

本研究探討董事會結構、家族企業對股東價值的影響，利用複迴歸分析檢定自變數與被解釋變數是否有顯著的統計關係，以下建立複迴歸模型：

### 模型(一)董事會結構對企業成長之影響

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 CEOD_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 DR_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 HIT_{i,t} + \varepsilon$$

### 模型(二)董事會結構對公司價值之影響

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 CEOD_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 DR_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 HIT_{i,t} + \varepsilon$$

### 模型(三)家族企業對企業成長之影響

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 HIT_{i,t} + \varepsilon$$

### 模型(四)家族企業對公司價值之影響

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAM_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DR_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 HIT_{i,t} + \varepsilon$$

### 模型(五)董事會結構與家族企業對企業成長之影響

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 CEOD_{i,t} + \beta_5 FAM_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 DR_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \beta_9 HIT_{i,t} + \varepsilon$$

### 模型(六)董事會結構與家族企業對公司價值之影響

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 IND_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 CEOD_{i,t} + \beta_5 FAM_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 DR_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \beta_9 HIT_{i,t} + \varepsilon$$

## 第四章 實證與結果分析

本章實證董事會結構與家族企業對股東價值之影響，進行基本敘述性統計量、相關分析、VIF 檢定與複迴歸分析，並比較本研究與相關研究之實證結果，以說明實證結果的意義。

### 第一節 敘述統計量

本研究以國內上市櫃公司為樣本，總樣本數為 7,951 家，扣除金融保險業、國營事業及財務資料不齊全樣本後，有效樣本為 7,318 家。相關變數之敘述性統計彙總如表 4-1 所示，實證發現董事會規模(BSIZE)最小值為 2、最大值為 30、平均數為 7.1645；獨立董事比率(IND)最小值為 0.0000、最大值為 0.8000；董事會持股(BS)最小值為 0.0004、最大值為 0.9518。在股東價值衡量變數中，企業成長(ROA)最小值為-1.1292、最大值為 0.8919、平均數為 0.0401，顯示國內上市櫃公司在企業成長程度具有差異性；公司價值(Q)最小值為 0.1500、最大值為 22.2500、平均數為 1.3806，代表國內上市櫃公司在公司價值經營績效差異頗大，但投資市場對整體平均數而言，給予正向評價與期待。另外，在控制變數中，企業規模(SIZE)以銷貨收入淨額取自然對數為衡量變數最小值為 2.3000、最大值為 22.0100；負債比率(DR)最小值為 0.0001、最大值為 0.9699；總資產成長率(Growth)最小值為-0.8903、最大值為 23.2262。

表 4-1 敘述性統計量表

| 變數       | 個數   | 最小值     | 最大值     | 平均數     | 標準差    |
|----------|------|---------|---------|---------|--------|
| 董事會規模    | 7318 | 2       | 30      | 7.1645  | 2.0048 |
| 獨立董事比率   | 7318 | 0.0000  | 0.8000  | 0.2691  | 0.1576 |
| 董事會持股    | 7318 | 0.0004  | 0.9518  | 0.2122  | 0.1469 |
| 董事長兼任總經理 | 7318 | 0       | 1       | NA      | NA     |
| 家族企業     | 7318 | 0       | 1       | NA      | NA     |
| 企業成長     | 7318 | -1.1292 | 0.8919  | 0.0401  | 0.1012 |
| 公司價值     | 7318 | 0.1500  | 22.2500 | 1.3806  | 1.2114 |
| 企業規模     | 7318 | 2.3000  | 22.0100 | 14.3842 | 1.7101 |
| 負債比率     | 7318 | 0.0001  | 0.9699  | 0.3531  | 0.1754 |
| 總資產成長率   | 7318 | -0.8903 | 23.2262 | 0.0726  | 0.4550 |
| 產業別      | 7318 | 0       | 1       | NA      | NA     |

此外，研究變數中董事長兼任總經理(CEOD)、家族企業(FAM)以及產業別(HIT)皆以虛擬變數替代，其中董事長兼任總經理(CEOD)之樣本為 2,617 筆，佔本文有效樣本 35.76%；家族企業(FAM)之樣本為 4,658 筆，佔本文有效樣本 63.65%；屬於電子產業之樣本為 2,086 筆，佔本文有效樣本 28.51%。

## 第二節 相關分析

表 4-2 為董事會結構、家族企業與股東價值的各變數之間 Pearson 相關矩陣及顯著水準，由此可看出自變項之間是否有共線性，表中自變項間最高相關係數為 0.305，並未超過 0.8 或 0.9，因此沒有嚴重的共線性問題。

相關分析實證發現，董事會結構變數中，董事會規模(BSIZE)與企業成長(ROA)及公司價值(Q)相關係數分別為 0.049(p<0.01)、0.039(p<0.01)，均呈現正相關，且達顯著水準；獨立董事比率(IND)與公司價值(Q)相關係數為 0.098(p<0.01)達顯著正相關，與企業成長(ROA)相關係數為 0.014，但未達顯著；董事會持股(BS)與企業成長(ROA)及公司價值(Q)相關係數分別為 0.084(p<0.01)、0.088(p<0.01)，皆達顯著正相關；董事長兼任總經理(CEOD)與企業成長(ROA)及公司價值(Q)相關係數分別為-0.042(p<0.01)、-0.024(p<0.05)，則呈現顯著負相關；由此可知董事會結構與股東價值具有相關性。家族企業(FAM)與企業成長(ROA)及公司價值(Q)為負相關(相關係數分別為-0.004、-0.022)，但皆未達顯著水準，暫時無法推斷家族企業經營型態與股東價值之關係。

在控制變數中，企業規模(SIZE)與企業成長(ROA)相關係數為 0.305(p<0.01)，為顯著正向相關，但與公司價值(Q)呈現顯著負向相關(相關係數為-0.152，p<0.01)；負債比率(DR)、產業別(HIT)與企業成長(ROA)及公司價值(Q)相關係數分別為-0.145(p<0.01)、-0.187(p<0.01)及-0.048(p<0.01)、-0.080(p<0.01)，均呈現顯著負相關；而總資產成長率與企業成長(ROA)及公司價值(Q)相關係數分別為 0.181(p<0.01)、0.147(p<0.01)，則呈現顯著正相關。

表 4-2 Pearson 相關分析表

| 變數      | 1                   | 2                   | 3                   | 4                   | 5                 | 6                  | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
|---------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|--------------------|---|---|---|----|----|
| 1.BSIZE | 1                   |                     |                     |                     |                   |                    |   |   |   |    |    |
| 2.IND   | -0.011<br>(0.351)   | 1                   |                     |                     |                   |                    |   |   |   |    |    |
| 3.BS    | 0.070**<br>(0.000)  | 0.039**<br>(0.001)  | 1                   |                     |                   |                    |   |   |   |    |    |
| 4.CEOD  | -0.140**<br>(0.000) | 0.061**<br>(0.000)  | -0.070**<br>(0.000) | 1                   |                   |                    |   |   |   |    |    |
| 5.FAM   | -0.079**<br>(0.000) | -0.119**<br>(0.000) | 0.045**<br>(0.000)  | -0.017<br>(0.154)   | 1                 |                    |   |   |   |    |    |
| 6.ROA   | 0.049**<br>(0.000)  | 0.014<br>(0.226)    | 0.084**<br>(0.000)  | -0.042**<br>(0.000) | -0.004<br>(0.747) | 1                  |   |   |   |    |    |
| 7.Q     | 0.039**<br>(0.001)  | 0.098**<br>(0.000)  | 0.088**<br>(0.000)  | -0.024*<br>(0.043)  | -0.022<br>(0.055) | 0.138**<br>(0.000) | 1 |   |   |    |    |

|           |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |   |
|-----------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---|
| 8.SIZE    | 0.279**<br>(0.000)  | -0.037**<br>(0.002) | -0.096**<br>(0.000) | -0.128**<br>(0.000) | -0.060**<br>(0.000) | 0.305**<br>(0.000)  | -0.152**<br>(0.000) | 1                   |                     |                     |   |
| 9.DR      | -0.029*<br>(0.014)  | -0.035**<br>(0.003) | -0.032**<br>(0.007) | -0.008<br>(0.489)   | 0.035**<br>(0.003)  | -0.145**<br>(0.000) | -0.187**<br>(0.000) | 0.269**<br>(0.000)  | 1                   |                     |   |
| 10.Growth | -0.025*<br>(0.029)  | -0.001<br>(0.913)   | 0.054**<br>(0.000)  | 0.001<br>(0.937)    | 0.005<br>(0.655)    | 0.181**<br>(0.000)  | 0.147**<br>(0.000)  | -0.031**<br>(0.008) | 0.027*<br>(0.020)   | 1                   |   |
| 11.HIT    | -0.111**<br>(0.000) | 0.205**<br>(0.000)  | -0.126**<br>(0.000) | 0.093**<br>(0.000)  | -0.214**<br>(0.000) | -0.048**<br>(0.000) | -0.080**<br>(0.000) | 0.069**<br>(0.000)  | -0.062**<br>(0.000) | -0.051**<br>(0.000) | 1 |

\*\*在顯著水準為 0.01 時 (雙尾)，相關顯著。

\*在顯著水準為 0.05 時 (雙尾)，相關顯著。

註：在()內為對應之 p 值。變數定義詳表 3-1 研究變數說明。

### 第三節 VIF 檢定與複迴歸分析

本文以變異數膨脹因子(variance inflation factor,簡稱 VIF)作為測試各預測變項之間是否存有嚴重的共線性問題，檢測結果如表 4-3 模型一到模型六的 VIF 值都低於 2，顯示本研究模式之共線性問題不嚴重。

在表 4-3 模型一、三及五以企業成長(ROA)為應變數，採複迴歸分析檢驗企業成長程度之實證結果。模型一為控制變數與自變數董事會結構之迴歸結果，F 值為顯著(F=244.915, p<0.01)；模型三為控制變數與自變數家族企業之迴歸結果，F 值為顯著(F=353.468, p<0.01)；模型五為模型三再加入董事會結構之迴歸結果，F 值為顯著(F=217.695, p<0.01)。其中，模型一，董事會規模、獨立董事比率、董事會持股對企業成長(ROA)均呈現顯著影響。董事會規模 t 值為-7.915(p<0.01)，顯示董事會規模愈大，則企業成長程度愈低，不支持假說 H1-1；獨立董事比率 t 值為 3.128(p<0.05)、董事會持股 t 值為 9.525(p<0.01)，表示獨立董事比率、董事會持股與企業成長呈現正向顯著關係，亦即獨立董事比率愈高、董事會持股比率愈高，則企業成長程度愈高，假說 H1-2 與 H1-3 成立。而董事長兼任總經理與企業成長呈現正向關係，但未達顯著水準，假說 H1-4 不成立。另外，企業規模、負債比率、總資產成長率、產業別等與企業成長(ROA)有關之控制變數，其中企業規模 t 值為 36.909(p<0.01)、總資產成長率 t 值為 18.149(p<0.01)皆與企業成長呈現顯著正向關係；負債比率 t 值為-24.554(p<0.01)、產業別 t 值為-8.136(p<0.01)均與企業成長呈現顯著負向關係，顯示負債比率愈高之企業，其企業成長程度愈趨，而電子產業之企業成長程度不如非電子產業。其次，模型三，家族企業與企業成長(ROA)呈現正向不顯著關係，假說 H3 不成立，而控制變數與企業成長之關係與模型一相同。最後，模型五為檢驗董事會結構在家族企業環境中對企業成長(ROA)的影響，除董事長兼任總經理與企業成長不具顯著關係，其餘董事會結構變數與企業成長皆具有顯著關係，假說 H5 部分成立。

表 4-3 模型二、四及六為本研究以公司價值(Q)為應變數，採複迴歸分析檢驗公司價值良窳之實證結果。模型二為控制變數與自變數董事會結構之迴歸結果，F 值為顯著(F=91.750, p<0.01)；模型四為控制變數與自變數家族企業之迴歸結果，F 值為顯著(F=119.226, p<0.01)；模型六為模型四再加入董事會結構之迴歸結果，F 值為顯著(F=82.339, p<0.01)。其中，模型二，董事會規模、獨立董事比率、董事會持股以及董事長兼任總經理對公司價值(Q)均呈現顯著影響，假說 H2 成立。董事會規模 t 值為 4.474(p<0.01)、獨立董事比率 t 值為 9.307(p<0.01)、董事會持股 t 值為 3.947(p<0.01)，皆對公司價值呈現正向顯著關係，代表董事會規模愈大、獨立董事比率愈高以及董事會持股愈高，則公司價值愈高，假說 H2-1、H2-2 與 H2-3 成立。董事長兼任總經理 t 值為-2.389(p<0.05)，顯示董事長兼任總經理時，則公司價值愈低，支持假說 H2-4。在控制變數中，除總資產成長率與公司價值呈現正向顯著關係，企業規模、負債比率與產業別皆與公司價值呈現負向顯著關係。再則，模型四，自變數家族企業 t 值為-3.599(p<0.05)，顯示家族企業與公司價值(Q)呈現負向顯著關係，假說 H4 成立，代表投資市場對家族企業經營型態評值不如非家族企業。最後，模型六，所有董事結構變數與家族企業變數皆呈現顯著關係，且對公司價值(Q)的影響方向與顯著水準皆與模型二及模型四相同，顯示董事會結構在家族企業環境下對公司價值(Q)仍具顯著影響，支持假說 H6。

表 4-3 董事會結構、家族企業與股東價值之複迴歸分析表

| 變數                 | 應變數：企業成長(ROA)          |                        |                        | 應變數：公司價值(Q)            |                        |                        |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                    | 模型(一)                  | 模型(三)                  | 模型(五)                  | 模型(二)                  | 模型(四)                  | 模型(六)                  |
| 自變數                |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| Bsize              | -0.088<br>(-7.915***)  |                        | -0.087<br>(-7.843***)  | 0.053<br>(4.474***)    |                        | 0.050<br>(4.219***)    |
| IND                | 0.033<br>(3.128**)     |                        | 0.034<br>(3.150**)     | 0.107<br>(9.307***)    |                        | 0.104<br>(9.077***)    |
| BS                 | 0.101<br>(9.525***)    |                        | 0.101<br>(9.510***)    | 0.045<br>(3.947***)    |                        | 0.046<br>(4.019***)    |
| CEOD               | 0.011<br>(1.020)       |                        | 0.011<br>(1.023)       | -0.027<br>(-2.389**)   |                        | -0.027<br>(-2.410**)   |
| FAM                |                        | 0.011<br>(1.015)       | 0.004<br>(0.398)       |                        | -0.042<br>(-3.599***)  | -0.029<br>(-2.550**)   |
| 控制變數               |                        |                        |                        |                        |                        |                        |
| SIZE               | 0.426<br>(36.909***)   | 0.387<br>(35.281***)   | 0.426<br>(36.904***)   | -0.109<br>(-8.819***)  | -0.099<br>(-8.457***)  | -0.110<br>(-8.886***)  |
| DR                 | -0.268<br>(-24.554***) | -0.259<br>(-23.695***) | -0.268<br>(-24.555***) | -0.160<br>(-13.664***) | -0.168<br>(-14.317***) | -0.159<br>(-13.601***) |
| Growth             | 0.189<br>(18.149***)   | 0.196<br>(18.622***)   | 0.189<br>(18.151***)   | 0.143<br>(12.753***)   | 0.144<br>(12.797***)   | 0.142<br>(12.729***)   |
| HIT                | -0.089<br>(-8.136***)  | -0.078<br>(-7.226***)  | -0.088<br>(-7.904***)  | -0.083<br>(-7.047***)  | -0.085<br>(-7.324***)  | -0.088<br>(-7.410***)  |
| F 值                | 244.915***             | 353.468***             | 217.695***             | 91.750***              | 119.226***             | 82.339***              |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.211                  | 0.194                  | 0.210                  | 0.090                  | 0.075                  | 0.091                  |
| VIF                | 1.007~1.234            | 1.004~1.091            | 1.007~1.234            | 1.007~1.234            | 1.004~1.091            | 1.007~1.234            |

\*表示 p<0.1；\*\*表示 p<0.05；\*\*\*表示 p<0.01

註：表中數值為標準化係數；在( )為 t 值。變數定義詳表 3-1 研究變數說明。

#### 第四節 比較本文與以往文獻實證結果之異同

本研究以國內上市櫃公司為研究對象，探討董事會結構、家族企業與股東價值之關聯性，實證結果顯示，在董事會結構中，董事會規模(BSIZE)愈大，則公司價值(Q)愈高，與徐玉惠 (2008)實證電子資訊業之董事會規模與公司價值呈顯著正向關係、林坤裕 (2015)發現台灣通訊網路業董事會規模與公司績效皆呈現正相關之實證類似。

不論是否在家族企業環境控制下，獨立董事比率(IND)對企業成長(ROA)及公司價值(Q)都呈現正向顯著關係，代表獨立董事機制之設置，對股東價值提升具有正面影響，與徐玉惠 (2008)實證發現上市公司董監事比例增加能提昇公司價值、魏廷羽 (2013)研究不論是否為電子產業獨立董事席次比率與公司經營績效皆呈現顯著正相關等實證一致。

另外，董事會持股亦不受到是否為家族控制型態影響，董事會持股(BS)愈高，則企業成長(ROA)程度愈高，且公司價值(Q)愈高，與王元章與張椿柏 (2011)實證董監事持股率與機構投資人持股愈高，愈能有效監督管理者而降低經理人與股東間之代理問題，進而增加公司價值；此外魏廷羽 (2013)實證董監事持股比率與公司經營績效為正向相關以及林建宏 (2013)研究發現國內上市櫃光電產業董監事持股比率與 Tobin's Q 呈現正向顯著關係等研究實證相同。

本文實證若董事長兼任總經理(CEOD)時，則公司價值(Q)會愈低，與王元章與張椿柏 (2011)從核心代理問題角度實證董事長兼任總經理時，董事會獨立性與監督功能將減弱，進而負向影響公司價值。另，家族企業與公司價值(Q)呈現負向顯著關係之實證結果，與黃雅君 (2013)研究在環境動態性變數下，家族企業之企業成長程度表現不如非家族企業相似。

## 第五章 研究結論、建議與研究限制

### 第一節 研究結論與管理意涵

公司法於 2018 年大幅修正 148 條條文，且金管會於同年亦發布 3 年期新版公司治理藍圖，盼透過完備法制、企業自省及市場監督三者之共同力量，增加投資市場的信心、提升整體經營環境與競爭力，顯示公司治理議題之重

要。本研究自台灣經濟新報(TEJ)資料庫,選取國內上市櫃公司 2013 年至 2017 年財務資料,共計有效樣本 7,318 筆,進行複迴歸分析,探討董事會結構、家族企業對股東價值之影響。

實證研究結果顯示,董事會規模與企業成長(ROA)呈現負向顯著關係,不支持假說 H1-1,推論規模較大的董事會之監督,可能會削減經理人在公司決策之支配權,且董事會規模愈大,整合成本愈高,會降低董事會決策效率,因此影響企業資產投資報酬率,減緩企業成長力道。假說 H2-1 董事會規模愈大,則公司價值(Q)愈高得到支持,代表投資市場認為董事會規模愈大,擁有不同專業背景的董事會成員,對於公司經營策略上提供較多元建議,故能做出最佳決策。此外董事會規模愈大,涉及之利益範圍相對較廣,故董事會較不易受管理當局操縱,更能達到董事會監督之功效,導致投資市場給予正面評價,因此董事會規模對公司價值具有正向影響力。

假說 H1-2 獨立董事比率愈高,則企業成長(ROA)程度愈高獲得支持,以及假說 H2-2 獨立董事比率愈高,則公司價值(Q)愈高亦獲得支持,顯示獨立董事比率愈高可強化董事會獨立性,而獨立董事大都具有專業知識背景,且與公司無利益關係,更能發揮董事會監督角色,降低代理問題,並能對公司決策方針提出客觀、專業且多元之優質建議,進而正面影響公司投資報酬與企業成長;再則,部分獨立董事亦能透過其在產業界之豐富資源或社會經濟地位影響力,為公司謀取最大利益,且強化公司公開資訊之可靠度,推升公司市場價值,進而提高股東價值。此外實證結果亦與我國金管會近年來要求全體上市櫃公司應於 2022 年前,逐步完成獨立董事及審計委員會之設置等強化公司治理政策之重要性相互呼應。

本研究實證結果,董事會持股與企業成長(ROA)呈現正向顯著關係,假說 H1-3 成立,且董事會持股與公司價值(Q)亦呈現顯著正向關係,支持假說 H2-3,表示當董事會成員持股超過一定比例時,個人財富與企業成長、公司價值連結程度較高,為了自身利益,會將更有效率監督管理者,降低經理人與股東之間的代理問題,有助於提升股東價值,支持利益收斂假說,呼應證券交易法第 26 條規定,國內上市公司全體董監事持股不得少於公司已發行股份總額一定之成數之立法用意。

假說 H1-4 董事長兼任總經理可能性愈大,則企業成長(ROA)愈低,唯實證結果之預期方向與顯著性皆未獲得支持,推論可能是當董事長兼任總經理時,管理者能所獲得較完整之資訊,有利管理效能與投資決策之提升,但受限於董事會之監督無法有效發揮應有之效能所致。另外,實證結果顯示,董事長兼任總經理與公司價值(Q)呈現負向顯著關係,支持假說 H2-4,代表投資市場認為當董事長兼任總經理時,可能會基於自利誘因,利用私有資訊提高個人財富,失去中立立場,使得董事會監督功能大打折扣,而董事長兼任總經理所造成之權力集中化,亦容易引發代理問題,削弱投資者與市場之信心,進而降低公司價值。我國上市上櫃公司治理實務守則第 23 條第 2 項規定,董事長及總經理不宜由同一人擔任,可見國內對於兼任之權力集中與監督功能弱化有所戒慎,唯由本研究選取 2013 年至 2017 年國內上市櫃公司樣本中,仍有 35%之企業總經理是由董事長兼任。

本研究選取樣本中約有 64%屬於家族企業經營型態,與 Claessens et al. (2000)用最終控制權的方式計算,發現國內上市公司中有 65.6%屬於家族企業之實證結果相近。本文實證結果,家族企業對企業成長(ROA)為正向不顯著關係,不支持假說 H3 家族企業對企業成長(ROA)為負向顯著關係,可能是家族成員擔任公司經理人時,會盡力維護家族聲譽並牢記公司使命,選擇對公司有利之投資決策,然而家族成員經理人亦可能因為家族財富與使命之壓力,投資策略趨向保守,能力無法有效發揮。但家族企業與公司價值(Q)之關係則出現截然不同的實證結果,假說 H4 家族企業對公司價值(Q)呈現顯著負向關係,獲得實證支持,代表投資市場對於家族企業存有利益掠奪之負面感受,市場認為當公司為單一家族所控制時,家族管理者可能會基於私利誘發反接管行為,阻止公司有利投資併購決策,進而犧牲或剝削少數股東之權利,降低公司價值。

再則,本文進一步探討董事會結構在家族企業環境控制下對企業成長程度與公司價值是否具有影響,實證結果,董事會結構中董事會規模、獨立董事比率與董事會持股等三項董事會特性,不論是否在家族企業環境控制下,都對企業成長(ROA)程度呈現顯著關係,其中董事會規模愈大,則愈不利家族企業之企業成長;董事會獨立性能對家族

企業管理當局產生監督效果，且家族企業之董事會組成，有一定比例席次是由家族成員擔任，董事會持股比率愈高，則家族或董事與公司利益一致，做出對公司有利之最佳投資決策，有助推升企業成長；而董事長兼任總經理之董事會結構特性，在家族企業環境控制下，仍未呈現統計上顯著水準，因此，假說 H5 董事會結構、家族企業對企業成長程度呈現顯著關係，部分獲得實證支持。另外，董事會規模、獨立董事比率、董事會持股以及董事長兼任總經理等四項董事會結構特性，在家族企業環境控制下對公司價值(Q)全數呈現顯著關係，假說 H6 獲得實證支持，顯示公司治理結構與家族企業經營型態都顯著影響投資市場對於公司之評價。其中董事會規模、獨立董事比率及董事會持股等三項董事會結構，不論是否為家族企業經營，其對於公司價值(Q)都呈正向影響關係，亦即家族企業可藉由成立較大的董事會規模、增加獨立董事席次等方式提高董事會監督功效，或增加董事與股東利益一致連結程度，予以弱化家族企業控制型態在投資市場上之負面觀感；然而家族企業中董事長兼任總經理之情況，可能導致權力集中，誘發核心代理問題，則不利投資市場對公司價值(Q)的評價。彙整本研究結果在表 5-1。

表 5-1 研究假說彙整表

| 假說        | 研究假說                            | 實證結果        |
|-----------|---------------------------------|-------------|
| <b>H1</b> | <b>董事會結構對企業成長程度具有顯著影響。</b>      | <b>部分成立</b> |
| H1-1      | 董事會規模愈大，則企業成長程度愈高。              | 不成立         |
| H1-2      | 獨立董事比率愈高，則企業成長程度愈高。             | 成立          |
| H1-3      | 董事會持股愈高，則企業成長程度愈高。              | 成立          |
| H1-4      | 董事長兼任總經理可能性愈大，則企業成長程度愈低。        | 不成立         |
| <b>H2</b> | <b>董事會結構對公司價值具有顯著影響。</b>        | <b>成立</b>   |
| H2-1      | 董事會規模愈大，則公司價值愈高。                | 成立          |
| H2-2      | 獨立董事比率愈高，則公司價值愈高。               | 成立          |
| H2-3      | 董事會持股愈高，則公司價值愈高。                | 成立          |
| H2-4      | 董事長兼任總經理可能性愈大，則公司價值愈低。          | 成立          |
| <b>H3</b> | <b>家族企業對企業成長程度呈現顯著負向關係。</b>     | <b>不成立</b>  |
| <b>H4</b> | <b>家族企業對公司價值呈現顯著負向關係。</b>       | <b>成立</b>   |
| <b>H5</b> | <b>董事會結構、家族企業對企業成長程度呈現顯著關係。</b> | <b>部分成立</b> |
| <b>H6</b> | <b>董事會結構、家族企業對公司價值呈現顯著關係。</b>   | <b>成立</b>   |

在管理意涵方面，如何提升股東價值一直是管理階層、投資人與主管機關所關注之焦點，我國自 2006 年引進獨立董事制度，強化董事會自我監督功能，進而推升公司治理成效，而且金管會要求國內上市櫃公司應於 2022 年前全面完成審計委員會之設置。經營者的起心動念是深化公司治理的關鍵而且要建立在誠信的基礎上，然而現行獨立董事制度的養成是否流於設置及席次多寡的形式、或獨立董事為管理當局同派系人選、以及是否有對獨立董事形成監督管理當局的適當誘因等方面問題，在政策訂定與執行上仍有加強空間。

再則，股東價值因不同公司治理組織而有所差異，2018 年新版公司治理藍圖 24 項具體措施，其中 10 項與董事會結構、職能發揮有關，足以證明董事會組成是公司治理運作的核心，公司應該有自己的發展藍圖及治理策略，據以尋找公司所需背景、專業、性別之獨立董事，以協助公司發展運作，因應未來的變局。

## 第二節 研究建議與限制

本研究以總資產投資報酬率(ROA)做為股東價值中企業成長之代理變數，然而企業成長具有多元的面貌，不論是產出、營收、規模等「量」的增加，與結構、能耐、效率等「質」的提昇，這些都是企業成長的表現(Mahoney and Pandian, 1992; Penrose, 1959; Slater, 1980)，公司治理結構與多元企業成長是否具有關聯性，值得後續研究者可以更深入探討影響股東價值之組織因子。

此外 2018 年新版公司治理藍圖五大計劃項目包含：深化公司治理及企業社會責任文化、有效發揮董事職能、促進股東行動主義、提升資訊揭露品質以及強化相關法令規章之遵循，顯示公司治理範疇相當廣泛，不僅局限於董事會構面，如強化機構投資人對公司治理的影響、設置公司治理人員、深耕投資人關係等構面亦值得後續研究者加以探討。

本文實證上仍有限制，首先為次級資料之限制性，本研究樣本取自台灣經濟新報(TEJ)資料庫，受限於部分樣本資料不齊全及剔除金融保險業與國營事業，降低資料完整性與正確性，恐造成部分研究結果與實際現象有所差異。再則，在家族企業的定義上，本研究主要採用台灣經濟新報(TEJ)資料庫對單一家族主導之定義與分類。儘管在單一家族主導已有嚴謹的定義，然而台灣的家族集團企業往往會透過複雜的交叉持股或設立紙上公司等方式，做為控制集團的方法，此一現象有可能造成次級資料分類上之誤差，或許影響了實證結果。

## 參考文獻

### 一、中文文獻

- 王元章與張椿柏(2011)，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，23(2)，131-174。
- 李建然、廖秀梅與張卉諭(2016)，審計委員會設置及其品質對公司價值的影響，中華會計學刊，12(2)，231-265。
- 周碧珍(2012)，企業經營屬性與 Tobin's Q 關係之研究—以每股盈餘作為擇股交易策略，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 林坤裕(2015)，董事會結構及經理人特質對公司績效的影響—以台灣通訊網路業為例，國立中正大學會計與資訊科技研究所碩士論文。
- 林玟廷、陳律睿與姚苒安(2016)，台灣中小企業成長與董事會結構之關係：成長節奏之調節效果，管理評論，35(4)，31-49。
- 林建宏(2013)，臺灣光電產業之財務風險指標、股權結構與 Tobin's Q 關係之研究，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 林嬋娟與張哲嘉(2009)，董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性，會計評論，48，1-33。
- 林穎芬、馮軒綾與洪鈺浩(2018)，機構投資人、董事會結構、薪酬與關係人交易，中華會計學刊，14(1)，1-29。
- 姚苒安(2014)，資訊處理觀點探討台灣中小企業成長與組織結構之關係：產業環境與成長過程之調節效果，國立中正大學企業管理學系碩士論文。
- 洪世章、譚丹琪與廖曉青(2007)，企業成長、策略選擇與策略改變，中山管理評論，15(1)，11-35。
- 倪衍森與廖容岑(2006)，家族企業負債代理成本及股利政策之研究—以台灣上市公司為例，管理與系統，13(2)，153-179。
- 徐玉惠(2008)，獨立董事制度與公司價值之關聯性研究，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 康敏平、陳雯虹與陳柏元(2012)，管理限制對企業成長之影響：管理者心力限制觀點，臺大管理論叢，22(2)，119-148。
- 郭翠菱與王志洋(2017)，公司治理如何影響家族企業之績效？長期縱貫分析，會計評論，64，61-111。
- 陳錦村與葉雅薰(2002)，公司改組、監督機制與盈餘管理之研究，會計評論，34，1-29。
- 曾秀玲(2012)，家族企業內部稽核獨立性與組織績效關聯性之研究，國立中山大學企業管理學系碩士論文。
- 曾真真與高子荃(2011)，持續成長或中斷成長：考慮剩餘資源與自我選擇偏誤的影響，管理與系統，18(1)，71-91。
- 黃田程(2018)，零負債與企業成長之關聯性，國立暨南國際大學財務金融學系碩士論文。
- 黃雅君(2013)，中小企業成長速度之前因探討：以台灣中小企業為例，國立中正大學企業管理學系碩士論文。
- 葉銀華(1998)，家族控股集團與股票報酬共變性之實證研究，臺大管理論叢，9(1)，25-49。
- 廖大穎(1999)，證券市場與股份制度論，元照出版公司。
- 魏廷羽(2013)，董事會結構特性與公司經營績效關聯性之研究，東吳大學會計學系碩士在職專班碩士論文。
- 嚴奇峰(1994)，臺灣傳統家族企業極端共存組織現象之探討—系統穩態觀點，管理評論，13(1)，1-22。

蘇淑慧、呂倩如與金成隆(2009), 家族公司與盈餘品質關係之研究: 所有權、管理權與控制權, 臺大管理論叢, 19(S2), 35-70。

#### 外文文獻

- Anderson, R. C., and Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Baysinger, B., and Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of management review*, 15(1), 72-87.
- Beckert, J. (1999). Agency, entrepreneurs, and institutional change. The role of strategic choice and institutionalized practices in organizations. *Organization studies*, 20(5), 777-799.
- Boulton, R. E. S., B. D. Libert, and S. M. Samek. (2000). A business model for the new economy. *The Journal of Business Strategy*, 21(4): 29-35.
- Brainard, W. C., and Tobin, J. (1968). Pitfalls in financial model building. *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.
- Burt, R. S. (1980). Cooptive corporate actor networks: A reconsideration of interlocking directorates involving American manufacturing. *Administrative Science Quarterly*, 557-582.
- Chan, K. C., and Li, J. (2008). Audit committee and firm value: evidence on outside top executives as expert-independent directors. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 16-31.
- Child, J. (1972). Organizational structure, environment and performance: The role of strategic choice. *sociology*, 6(1), 1-22.
- Chung, K. H., and Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Donaldson, L., and Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Eberhart, R. (2012). Corporate governance systems and firm value: empirical evidence from Japan's natural experiment. *Journal of Asia Business Studies*, 6(2), 176-196.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fan, J. P., and Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- Finkelstein, S., and Hambrick, D. C. (1996). *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*: West Publishing Company.
- Gomes, A. (2000). Going public without governance: managerial reputation effects. *The journal of finance*, 55(2), 615-646.
- Gomez-Mejia, L. R., Larrazza-Kintana, M., and Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of management journal*, 46(2), 226-237.
- Hambrick, D. C., and Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Hillman, A. J., and Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of management review*, 28(3), 383-396.
- Hillman, A. J., Keim, G. D., and Luce, R. A. (2001). Board composition and stakeholder performance: Do stakeholder

- directors make a difference? *Business & Society*, 40(3), 295-314.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The journal of finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., and Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (1999). The quality of government. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222-279.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517.
- Lindenberg, E. B. and Ross, S. A. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *Journal of Business*, 54(1), 1-32.
- Lorsch, J. W., and MacIver, E. (1989). *Pawns Or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*: Harvard Business School Press.
- Luo, X. and Donthu N. (2006). Marketing's Credibility: A Longitudinal Investigation of Marketing Communication Productivity and Shareholder Value. *Journal of Marketing*, 70(4), 70-91.
- Mahoney, J. T., and Pandian, J. R. (1992). The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic management journal*, 13(5), 363-380.
- Mangel, R., and Singh, H. (1993). Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US corporations. *Accounting and Business Research*, 23(sup1), 339-350.
- Mintzberg, H. (1983). *Power in and around organizations*: Prentice-Hall.
- Mizruchi, M. S., and Stearns, L. B. (1988). A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. *Administrative Science Quarterly*, 194-210.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial Economics*, 20, 293-315.
- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. New York, NY: Oxford University Press.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 218-228.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of financial Economics*, 20, 237-265.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, J. V., House, R. J., and Tucker, D. J. (1986). Organizational change and organizational mortality. *Administrative Science Quarterly*, 587-611.
- Slater, M. (1980). The managerial limitation to the growth of firms. *The Economic Journal*, 90(359), 520-528.
- Villalonga, B., and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of accounting research*, 44(3), 619-656.
- Zahra, S. A., and Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.